

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は3月の月例経済報告で、景気の基調判断を「緩やかに回復している」から「このところ輸出や生産の一部に弱さもみられるが、緩やかに回復している」とした。項目別の判断では、生産を「一部に弱さがみられるものの、緩やかに増加している」から「一部に弱さがみられ、おおむね横ばいとなっている」に引き下げた。また、国内企業物価を「このところ緩やかに下落している」から「このところ横ばいとなっている」とした。
- 日本銀行は3月14、15日の金融政策決定会合後に公表した景気の現状判断を、「輸出・生産面に海外経済の影響がみられるものの」との文言を加えたうえで、「緩やかに拡大している」に据え置いた。主要な個別項目の判断については、輸出を「増加基調にある」から「足もとでは弱めの動きとなっている」に下方修正した。鉱工業生産は「増加基調にある」から「足もとでは弱めの動きとなっているが、緩やかな増加基調にある」とした。
- 日銀が4月1日に発表した短観（3月調査）をみると、大企業・製造業および非製造業などで景況感が悪化している。ただ、非製造業の悪化幅は比較的小さく、まだ高めの水準を維持している。また、設備投資計画については、大企業の製造業でこの時期としては前向きな計画となっている。

最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「+12」と前回比△7ポイントの悪化となった。中国経済など海外経済の減速やIT関連の調整などによる影響が景況感を下押したとみられている。大企業・非製造業では「+21」と前回比△3ポイント低下した。人手不足などによる業況への影響が判断の低下に繋がったとみられている。ただ、根強いインバウンド需要などから高めの水準を維持した。中小企業では、製造業が「+6」と前回比△8ポイントの悪化となった。非製造業では「+12」と前回比+1ポイントの改善となった。先行きの判断については、大企業の製造業（「+8」、△4ポイント）、非製造業（「+20」、△1ポイント）、中小企業の製造業（「△2」、△8ポイント）、非製造業（「+5」、△7ポイント）と一段と慎重な見方となっている。各業態とも先行きを慎重にみる傾向があるが、大企業では米国の通商政策への懸念、世界経済の減速、緩慢な内需等に伴う先行き不透明感が影響しており、中小企業では国内消費の伸び悩みや人手不足に対する先行き不安などが慎重な見方の背景にあるとみられている。

大企業の事業計画をみると、2019年度の経常利益の計画は、大企業の製造業では前年度比△1.3%（2018年度見込み同△1.9%）との見通しとなっている。非製造業では同△1.3%（2018見込み同△0.9%）の見通しとなっている。2019年度の設備投資計画をみると、大企業・製

造業では前年度比+6.2%と高い伸びとなった前年度（同+11.0%）からさらにプラスの計画となっている。大企業・非製造業では同△1.6%と高い伸びとなった前年度（同+15.7%）を若干下回る計画となっている。この結果、大企業・全産業では同+1.2%（前年度同+13.9%）と前年度をやや上回る底堅い計画となっている。

短観による「企業の物価見通し」の調査では、物価全般（消費者物価指数をイメージ、除く消費税変更）の前年比見通しの平均について、全規模・全産業平均で「1年後+0.9%（前回+0.9%）」、「3年後+1.1%（同+1.1%）」、「5年後+1.1%（同+1.2%）」となった。

- 総務省が発表した2月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.7%（1月同+0.8%）と伸びが鈍化した。家庭用耐久財、電気代などが押し上げ方向に寄与したが、ガソリン、灯油、宿泊料などが押し下げ方向に寄与した。物価の基調をみるうえで参考となる生鮮食品およびエネルギーを除く総合ベースは同+0.4%（1月同+0.4%）となり、横ばい圏内での動きが続いている。

2. 金融政策

- 日銀は、3月14、15日に開催した金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を賛成7反対2で現状の方針を維持することを決定した。資産買入れ方針については全員一致で据え置いた。

また、政策金利については、「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」との指針も据え置いた。

- 黒田日銀総裁は、3月15日の決定会合後の定例記者会見では、経済については、「海外経済の減速の動きが足許の輸出や生産に影響を与えているが、家計・企業の両部門において、引き続き、所得から支出への前向きの循環は働いている」とした。また、先行きについては、「当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、緩やかな拡大を続けるとみられる」との前向きな見方を示した。こうした見方に対し、「景気動向指数が後退局面入りを示唆している」との状況や、「輸出、それから生産の判断を引き下げているのに、全体の景気判断を据え置いているのは、ちょっと整合性が取れないのではないか」との疑問が寄せられた。これについては、「企業収益が総じて良好な水準を維持するもとの、設備投資は増加傾向を続けている」ほか、「個人消費も、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、緩やかに増加している」など、国内需要の堅調な動きが続いていることを挙げた。また、欧州と中国が減速しているが、「そもそも海外経済自体がそのようにどんどん落ち込んでいくというのは、少なくとも多くの政府や国際機関の見通しではない」とし、「年後半には、中国でも欧州でも成長率が回復してくるという見方である」と述べた。「中国の場合は様々な政策対応をしているし、欧州の場合は一時的な要因などが剥げ落ちてくれば、当然成長が戻ってくる」と先行きに対する前向きな見通しを挙げた。さらに、「米国経済は堅調な成長を続けている」こと、新興国が「財政・金融政策も活用して比較的順調に成長率が回復しているところもある」ことも

指摘した。

物価面では、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状況が続くもとで、引き続き、2%に向けたモメンタムは維持されている」とのこれまでの見解を示した。「原油価格の動きを含めて様々な要因によって変動するし、長期にわたる低成長やデフレの経験などを踏まえると、物価上昇率が高まるには相応の時間がかかる可能性があることも念頭に置く必要がある」が、「経済・物価・金融情勢を総合的に勘案したうえで、2%の『物価安定の目標』の実現を目指していくという方針に変わりはない」と断言した。

こうした中、政策については、追加緩和を求める声が出ているが、「大方の委員が、これまで通り、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが最も適切と判断している」と現行の政策を続ける姿勢を示した。

3. 短期金利の動向

(1) インターバンク市場

- コール市場をみると、4月初頭の無担保コール 0/N 加重平均レートは、 $\Delta 0.06\%$ 台後半から始まった。積み期間後半に入り、税・保険料揚げ等の要因がみられているものの、上昇幅は鈍く、 $\Delta 0.06\%$ 台前半での推移となった。

(2) オープン市場

- レポ市場では、4月初頭は、3月末越えの担保需要の要因がなくなったものの、在庫の余剰感が続いており、レートは $\Delta 0.10\%$ を上回って推移した。一方で、10連休に備えた担保需要などから、連休越えのターム物のレートは低下傾向となっている。
- 短国市場では、足元の在庫余剰感が強いことに加えて、4月初頭に入札が連続して行われたこともあり、3M物の入札は $\Delta 0.1\%$ 台前半まで上昇した。その後は、レート上昇に一服感がみられ、3M~1Y物は概ね $\Delta 0.1\%$ 台後半での推移となった。
- CP市場では、3月末の市場残高は15兆5,294億円（前月比 $\Delta 51,535$ 億円、前年同月比+19,285億円）となった。例年通り企業の有利子負債削減の動きが出たことで、前月比では5兆円程度的大幅な減少となった一方で、前年同月比では2兆円近く増加した。前年同月比では25か月連続の増加となった。市場残高は概ね17~18兆円で推移している。発行レートは0%近傍で変わらずの推移となっている。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、緩和的な金融政策が続いているもとで、底堅い緩やかな成長が続くと想定されている。ただ、景気下振れに繋がるリスクが少なからず存在していることから景気見通しに対する不確実性も強く、景気後退局面に入るとはみられていないものの、低成長に止まる可能性が高いとの見方が多い。下振れリスクとしては、域内の政治的なリスク、英国のEU離脱交渉の難航、米国による強硬な通商政策、中国をはじめと

する世界経済の鈍化などによる経済的な影響と金融・株式市場の混乱などが指摘されている。また、こうしたリスク要因により、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、実体経済に悪影響が及ぶリスクが懸念材料として指摘されている。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境などを背景に、基調的な物価上昇が緩やかなものに止まっていることもあって、底堅く推移すると見込まれているが、先行きの不透明感などにより消費マインドが悪化する可能性があるとみられている。また、設備投資については、引き続き緩和的な金融環境が下支えとなっている中、高稼働率や良好な企業業績、景気の底堅さなどを背景とした企業の投資意欲が維持されているとみられていることもあって、底堅く推移することが見込まれている。ただ、世界的な景気の減速などから企業が先行きに対して慎重姿勢を強めているとの指摘があること、米国の通商交渉や英国のEU離脱を巡る不透明感がみられていることなどが影響するとの見方もある。輸出面では、米国景気の拡大持続が期待されていることなどから景気に寄与することが見込まれているが、離脱交渉を背景とした英国向け輸出の減少、米国の通商政策による主要国経済への影響、通貨面で不安定な新興国に対する懸念等から伸び悩む可能性や、場合によっては想定以上の減速に注意する必要があるといった見方もある。

- ユーロ圏の3月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.4%（2月同+1.5%）となった。変動の激しいエネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+0.8%（2月同+1.0%）と鈍化した。サービス価格の伸びが減速した。基調的な物価は引き続き落ち着いた推移となっている。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、労働需給の引き締めにより賃金の上昇が一段と高まっていく場合には、物価が上昇していく可能性はあるとの指摘もみられるが、これまでのところ賃金による物価押し上げ圧力が強くないこと、景気が減速してきていることなどから、基調的な物価の上昇は引き続き緩やかなものに止まると見込まれている。総合的な物価については、原油価格の下落などの影響等により、見通しの中には1%程度まで低下するといった予想もみられている。低インフレ状態が長期化する可能性が一段と高まっているとの見方も出ている。
- ECBは4月10日に開催した定例理事会で、主要政策金利であるリファイナンス金利（0.00%）、限界貸出金利（0.25%）、中銀預金金利（△0.40%）をそれぞれ据え置いた。先行きの政策金利については、「少なくとも2019年末まで、そしてインフレ率が中期的に2%をやや下回る水準に向かって持続的に上昇するのを確保するのに必要な限り、現在の水準に止まる見込みである」と利上げ時期を先送りする方針に変更した前回の決定を維持した。資産買入プログラムについては、「購入資産の満期償還による資金は全額を再投資に回す」こと、「この再投資は、利上げ開始後も長期間、あるいは望ましい流動性環境や十分な金融緩和を維持するのに必要な限り、継続する」ことの方針は維持した。貸出条件付き長期資金供給オペの第3弾（TLTRO-III）を実施すると前回の会合で発表した

が、「条件の詳細については、今後の会合で発表する」とした。

- ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で公表した声明文で、経済については、「入手できるデータは引き続き弱く、特に製造業で顕著である」とし、また、「成長の勢いが鈍化する傾向は今年も続く見通しである」との慎重な見方を示した。ただ、先行きについては、「良好な資金調達環境、さらなる雇用の増加および賃金の上昇、やや減速しつつも世界経済の拡大継続に支えられて、ユーロ圏経済の拡大が続くと見込まれる」とし、「景気に対する逆風要因の影響は弱まる」との認識も示した。物価面では、「総合的なインフレは、足元の原油先物相場に基づくと、今後数か月は下落する可能性が高い」状況であり、また、「基調的なインフレは引き続き抑制されている」との慎重な見方を引き続き示した。ただ、それと同時に、「高水準の稼働率や労働市場のタイト化などにより、労働コストの圧力が強まると同時に広がっている」とし、また、「先行きをみると、金融政策、景気拡大の継続、賃金の伸びに支えられて、基調的なインフレは中期的に上昇することが見込まれる」とした。そうした中で、「物価が目標に向かって持続的に上昇するのを確保するために、理事会はあらゆる手段を適切に調整する用意がある」とし、「中期的に2%弱のインフレ率の回復を持続的に支えるには、なお十分な金融刺激策が必要である」との方針を維持した。
- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、経済・物価動向を見守りつつ、緩和的な金融環境を維持する姿勢が続くとみられている。経済成長が減速していることや基調的な物価が緩やかな上昇に止まっていることに加え、地政学的な要因による不確実性がみられていること、世界経済の減速がみられていること、新興国市場で不安定な動きがみられていることなどが、こうした慎重な姿勢で臨む背景として市場では指摘されている。利上げ開始を巡る観測については、ECBが現在の金利水準に止まるとする見通しを、従来の「少なくとも2019年夏」から、3月の理事会で「少なくとも2019年末」までに先延ばししたことで、その可能性は後退している。経済の減速感が強まっていること、物価が落ち着いていること、また、今後リスク要因がさらに高まる可能性もあり、利上げがさらに後ずれする可能性や利上げに踏み切れない可能性があるといった指摘もみられている。
- 英国経済をみると、10~12月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.2%（7~9月期同+0.7%）と伸びが鈍化した。2018年の成長率は前年比+1.4%（2017年同+1.8%）と減速した。輸出が世界経済減速の影響を受けたほか、EU離脱問題を巡る不確実性が家計や企業の行動に影響したとみられている。
- 英国経済の先行きについて、市場では、底堅く推移しているものの、EU離脱交渉が難航していることなどが景気の重石となっているとみられていることから、緩慢な成長が続くと見込まれている。また、将来への不確実性がさらに高まっており、先行きに対する見通しは幅を持っておく必要があるといった指摘もみられている。離脱の帰趨によっては、物流の混乱などから景気後退に陥る可能性があるといった懸念もみられている。こうした中、家計部門

では、賃金の上昇期待があるものの、物価の高止まりによる影響などがみられていること、EU離脱を巡る先行きへの不安等による消費マインドの低下がみられていることなどから、個人消費は暫く減速した状態が続くと見込まれている。企業部門では、国内経済が減速していること、EU離脱を巡る不確実性が高まっていること、米国の強硬な通商政策による世界経済への影響が懸念されていることなどから、企業は新たな投資に慎重になっており、設備投資が伸び悩むと予想されている。輸出については、米国の成長持続による増加が期待されているものの、米国の通商政策による影響への懸念や、新興国市場での不安定な動きなどから、景気への効果も限定的で、どちらかといえば下振れリスクが強いとみられている。

なお、英国に拠点を置く企業では、離脱問題の解決策が見通せないようであれば、英国からの撤退を進める動きがさらに多くなる可能性があり、経済の混乱に拍車がかかる懸念があるとみられている。

- 英国の2月の消費者物価指数は前年比+1.9%（1月同+1.8%）となった。価格変動の大きいエネルギー、食品、アルコール飲料およびたばこを除いたコア消費者物価も前年比+1.8%（1月同+1.9%）となった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、原油価格の下落などにより落ち着いてきているが、物価の押し上げ要因も存在しており、現状程度の水準で推移するとみられている。物価の上昇を抑制する要因としては、原油価格下落による影響が見込まれること、国内景気が減速していること、などが挙げられている。一方、物価押し上げ要因としては、労働需給のタイト化などから賃金の上昇が一段と強まる可能性があるとみられていること、EU離脱を巡る混乱などを背景としたポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が存在していること、などが指摘されている。
- BOEは、3月21日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.75%に据え置くことを全会一致で決定した。また、国債買入枠は4,350億ポンド、投資適格社債の買入枠は100億ポンドにそれぞれ維持することを全会一致で決定した。
- 金融政策委員会の議事要旨によれば、経済面では、EU離脱の形態と時期を巡って、ポンド相場や経済動向に大きな影響を与えており、経済見通しもその動向に大きく左右されると指摘した。物価については「ここ数か月は2%近くで推移する」とした。「労働市場が引き続き引き締まっており、賃金も上昇している」ことを要因として挙げた。こうした中、金融政策については、「経済が我々の予測に沿う形で進展するのであれば、現在進めている緩やかで限定的な引き締めが物価を持続的に2%の目標に戻すために適切となる」との方針を維持した。ただ、「ブレグジットに対する金融政策の反応は機械的ではなく、政策金利は上下どちらにも振れる可能性がある」との慎重な姿勢も維持した。

- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、昨年8月の委員会で利上げが実施されたが、その後の利上げについては、物価高への警戒感が続く予想されている中で、EU離脱を巡る動向や景気動向を見極めつつ、慎重に判断していく展開となるとみられており、当面は政策金利の据え置きが予想されている。仮に追加利上げがあるとするれば、離脱を巡る混乱を回避できたと想定したうえで、2019年央以降に状況を見極めて次回の利上げを実施する可能性が出てくるといった予想がみられている。ただ、物価が高進するようであれば、想定以上に早く利上げに踏み切る可能性も排除できないとの見方もある。その一方で、景気が失速するような場合には、利上げができない、あるいは緩和策に動く可能性もあり得るといった見方もある。こうした中、EU離脱を巡って混乱が生じるようであれば、ポンド安などに伴う物価上昇に対応するのか、景気悪化や市場の混乱等に対応するのか、難しい選択を迫られることになるとみられている。
- 米国経済をみると、10～12月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+2.2%（7～9月期同+3.4%）と前期から減速した。第1次公表値（同+2.6%）から下方改訂された。個人消費が同+2.5%（7～9月期同+3.5%）と前期からは鈍化した。設備投資は同+5.4%（7～9月期同+2.5%）と減速した前期から持ち直した。
2018年の成長率は前年比+2.9%（2017年同+2.2%）と前年を上回った。堅調な雇用環境や大型減税などが成長に寄与したと捉えられている。
- 米国の3月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+19.6万人（2月同+3.3万人）と前月から持ち直した。失業率は3.8%（2月3.8%）と前月から横這いとなった。時間当たり賃金は前年同月比+3.2%（2月同+3.4%）と2009年4月以来の高い伸びとなった前月から鈍化した。
- 米国経済の先行きについて、市場では、個人消費を中心とした景気拡大基調を維持すると引き続き見込まれている。ただ、下振れリスク要因が少なからずみられていることから、これまでの高めの成長から減速する可能性が高いとも指摘されている。景気拡大基調が続くとする要因としては、景気の牽引役となっている個人消費の拡大が良好な雇用・所得環境などを背景に続く見込まれていること、また、内需の拡大などを背景に設備投資が底堅く推移するとみられていることなどが挙げられている。FRBが今後の利上げに慎重な姿勢を示したことも景気に寄与するとみられている。こうした中、リスク要因による景気下振れ懸念としては、トランプ政権の強硬な通商・外交政策や政権運営の混乱による悪影響が指摘されている。また、これまでの財政拡張政策の効果が薄れ、中間選挙の結果を受けて、トランプ大統領が新たな減税等に踏み切りにくくなっているとみられていることも、景気の先行きに対する不安材料となっている。さらに、物価の上昇、株価の調整局面入りや金融市場の不安定化などが、家計や企業のマインド低下や行動の抑制に繋がることによる景気への影響には留意する必要があるといった指摘もみられている。この間、これまでの利上げなどにより緩和的な金融政策の効果が減衰しているのに伴って成長ペースが徐々に減速していく可能性も指摘さ

れている。このほか、長期にわたる景気拡大が続いている中で景気循環の観点から景気後退の可能性を排除できないといった見方もある。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境や既往の所得税減税の効果などから、総じて堅調に推移し、引き続き景気を牽引することが見込まれている。ただ、所得税減税の効果が減衰していくことや株価の軟調局面がみられていることなどが消費の増加ペースの鈍化に繋がる可能性があるという指摘されているほか、先行きの政策や政権に対する不安が強まる場合や物価上昇率が一段と高まる場合などには、消費行動を抑制する可能性があるという指摘もみられている。住宅投資については、雇用・所得環境の持続的な改善が続いていることが家計の住宅購買意欲を下支えすると期待されているが、建設関連での人手不足の影響のほか、住宅ローン金利や住宅価格の上昇などが抑制要因となるとみられている。設備投資面では、内需の拡大が持続するとみられていること、企業収益が底堅さを維持していること、人手不足感が高いことなどが投資の増加要因として期待されている。ただ、トランプ大統領の強硬な政権運営、通商・外交政策による影響や、資本ストックの積み上がりなどにより、企業の投資姿勢が慎重化する可能性があるという指摘もみられている。この間、輸出については、底堅く推移することが期待されているが、中国をはじめとする世界経済の成長が減速してきていること、トランプ政権による強硬な通商政策の影響が懸念材料として指摘されている。

- 米国の物価動向をみると、3月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比+2.0%（2月同+2.1%）と伸びが鈍化した。衣料品価格などが低下した。基調的な物価は落ち着いてきている。総合では同+1.9%（2月同+1.5%）と伸びが高まった。ガソリンや家賃の値上がりが影響した。

また、1月の個人消費支出価格指数をみると、コア指数（除く食料品・エネルギー）は前年比+1.8%（12月同+2.0%）と伸びが鈍化した。総合の前年比は+1.4%（12月同+1.8%）と伸びがさらに低下した。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、コア消費者物価は引き続き2%近傍で推移するとみられている。こうした要因としては、労働需給のタイト化を背景とした賃金上昇率が高まっていることによる物価の押し上げが指摘されている。また、輸入関税の引き上げによる輸入物価の上昇が押し上げ要因となると見込まれている。ただ、こうした上昇要因があるものの、景気の減速感が窺われてきていることのほか、価格競争の高まりや技術革新の進展の影響がみられていることなど、インフレ率の上昇圧力を限定する要因も指摘されている。

- 3月19、20日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を2.25~2.50%に据え置くことを全会一致で決定した。

バランスシート縮小については9月に終了すると表明した。それまでについては、5月から縮小ペースを減速し、保有国債の毎月の縮小ペースを300億ドルから150億ドルに半減するとした。

- 委員会後に発表した声明文では、経済の現状については、前回の「経済活動が底堅く拡大している (has been rising at a solid rate)」から、今回は「経済活動は昨年の第4四半期の着実なペースから鈍化した (has slowed from its solid rate)」との慎重な判断を示した。「最近の指標は、第1四半期に家計支出と企業設備投資の伸びが減速したことを示している」ことを指摘した。物価面では、総合的なインフレ率とコアインフレ率は「2%近くに止まっている」との認識を前回は据え置いたが、今回は、「前年比ベースでは総合的なインフレ率が低下し、これはエネルギー価格の低下によるところが大きい」とした。コアインフレ率は「2%近くに止まっている」とした。政策面では、「世界経済と金融の動向、落ち着いたインフレ圧力 (muted inflation pressures) を考慮し、どのようなFF金利の目標誘導レンジの将来的な調整がこれらの結果を支えるために適切かを定める当たり、委員会は忍耐強くなるだろう (the Committee will be patient)」と金融政策運営を柔軟に行う姿勢を新たに示した前回の文言を維持した。FF金利誘導目標レンジの今後の調整の時期と規模については、「委員会は最大限の雇用確保の目標と対称的な2%のインフレ率目標に関連付けながら経済情勢を実績と見通しを評価する」とし、「この評価では労働市場の状況を示す指標のほか、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融・国際情勢に関するデータなど様々な情報を幅広く考慮する」とこれまでと同様の判断を続ける文言は据え置いた。
なお、FOMCメンバーのFF金利誘導目標見通し(中央値)では、年内の利上げ回数はゼロ、2020年は1回(+0.25%)の利上げが実施されるとの見通しが示された。
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、1月のFOMCで先行きの利上げスタンスに対し慎重で柔軟な姿勢が示されたこと、3月のFOMCで参加者のFF金利誘導目標見通しが2019年の利上げはゼロとされたことなどから、利上げ観測は大幅に後退している。米国の現状の経済、物価の動向などを勘案すると、FRBは暫く状況を見極める姿勢を続けるとみられている。ただ、FRBは追加利上げの可能性を排除したわけではないとも捉えられている。こうした中、市場での今後の利上げ見通しをみると、米国経済が堅調な推移を続け、金融市場が安定しているという想定のもとで、年内の利上げの可能性があるといった予想がみられているが、前記見方が強まっている状況下、今年度の利上げはひとまず休止して政策金利を当面据え置くとの見方が多い。市場は、景気・物価動向等を見守りながら、利上げが再開される条件や可能性を探りながらの展開となるとみられている。このほか、場合によっては利下げもあり得るといった憶測もみられている。
- 日本経済の先行きについて、市場では、振れはあるものの、均してみれば緩やかな拡大傾向が続くとの見方を基本シナリオに据えつつも、下振れリスクが強まっており、力強さに欠く緩慢な成長に止まるとの見方が多い。また、日本経済が景気後退局面に直面しているといった指摘もあり、経済が拡大基調を維持できるかについては不透明感が強まっているとみられている。
持ち直しの見方としては、米国経済の拡大等を背景とした設備投資や輸出の増加が予想され

ている。個人消費は、回復テンポが鈍いものの、良好な雇用環境を背景に、底堅い中で緩やかに持ち直していくことが期待されている。ただ、下振れリスクを懸念する見方が強まっており、個人消費、設備投資、輸出の下振れを警戒する見方が増えている。特に、輸出などの停滞により景気減速感が一段と強まるリスクを警戒する指摘がみられている。

リスク要因としては、中国や欧州など世界経済が鈍化していることが指摘されている。また、トランプ政権の政策運営に伴う不確実性が続いており、強硬な通商政策や同政権を巡る政治的な混乱の可能性等による日本への影響が懸念材料として指摘されている。特に、自動車関税については、一旦は小康状態となっているが、仮に引き上げなどが実施された場合には、大きな悪影響を与える可能性があるとして指摘されている。こうした中、景気回復感が乏しい中で先行きに対する不透明感が一段と強まることにより消費者心理や企業マインドが冷え込むことが懸念されている。また、先行きの不確実性の強まりから、金融・株式市場の混乱の可能性による景気への影響も懸念されている。

なお、今年10月に予定されている消費税増税の影響については、その時点での経済状態にもよるが、前回の2014年時と比べ税率の引き上げ幅が小さいほか、軽減税率の導入や教育無償化など負担を軽減する対策が実施される予定であり、駆け込み需要・反動減とも前回に比べ小規模に止まり、増税実施後の景気的大幅な落ち込みは回避されるとの見方が多い。

個別項目の見通しをみると、個人消費は、労働需給の引き締まりを背景とした雇用・所得環境の持続的な改善もあって、底堅い中で緩やかに持ち直していくと期待されている。ただ、賃金の伸びが緩やかであること、先行きに対する不安や不透明感などによる生活防衛意識が根強く底流していることなどから、持ち直すとしてもテンポは鈍く、力強さに欠けるとの慎重な見方が多い。住宅投資面では、雇用環境の改善が引き続きみられていること、住宅ローン金利が低水準で推移していることなどを背景に、持ち直しの期待もあるが、住宅価格の高止まりによる需要減、空室率の上昇や貸家の供給過剰感、建設産業における人手不足の深刻化など、抑制要因も指摘されており、住宅投資による景気押し上げ力は弱いとみられている。設備投資については、企業収益が引き続き高めの水準にあること、資金調達コストが低水準にあること、人手不足が深刻化していること、米国経済の回復が続いていることなどから、省力化・自動化投資や更新投資などを中心に、増加が続くことが予想されている。また、オリンピック関連需要も引き続き見込まれている。ただ、内需や輸出が力強さに欠けていること、海外での政治情勢や米国の強硬な通商政策などによる経済の不安定化の可能性などから、投資手控えや先送りによる下振れリスクが指摘されている。また、先行きは徐々にストック調整圧力が強まる局面に入っていくといった指摘もみられている点には留意する必要がある。輸出面では、このところ弱含みの展開となっている中、米国経済が拡大基調を続けると見込まれていることなどから、失速する可能性は低いとみられているが、米国の強硬な通商政策に伴う悪影響の可能性等先行きの不透明感があり、中国など世界経済が減速傾向にあることやIT関連が調整局面にあることなどから、伸び悩みが続くと見込まれている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、コア消費者物価は、物価押し上げ要因と押し下げ要因が存在しているが、物価押し下げないし伸び悩みの要因が多くなっており、伸び率が鈍化してい

く可能性が高いとみられている。物価押し上げ要因としては、人件費の上昇による価格転嫁が指摘されており、人手不足などの供給制約に伴う構造的なコストプッシュ圧力が強いとみられている。一方、押し下げないし伸び悩みの要因をみると、国内景気の拡大が力強さに欠けていること、賃金の伸びが一段と継続的に高まっていくかについては不確実性が残っていること、マクロ的な需給環境の改善が後退していること、などが挙げられている。また、これまではエネルギー価格がプラスに寄与してきたが、今後はその効果が剥落することに加え、2018年11月以降の原油価格の下落による影響が見込まれている。さらに、先行きの不透明感などによる家計の節約志向が物価下押しに作用するとみられていることや、そうした中で企業がコストの上昇を消費者に多くを転嫁するのが難しいとみられている。この間、携帯電話料金の値下げや教育無償化などの動き、ネット通販の普及などが物価押し下げ要因となると指摘されている。こうした状況下、コアの消費者物価は0%台後半での推移が当面の上限とみられており、今後、下振れ要因の強まりにより、伸び幅が縮小する可能性があるとの指摘がみられている。中にはマイナスの可能性を予想する向きもみられている。

- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、課題である2%の「物価安定の目標」を維持し続けている中でその達成が今のところ見通し難いとみられていること、新たに導入したフォワードガイダンスを継続していることなどもあって、現状の緩和策を粘り強く維持するとの見方が引き続き多い。今後、日銀は現状維持の姿勢を続け、少なくとも消費税率の引き上げが予定されている2019年10月までの期間と、その影響を見極めるための期間（市場では最低でも半年から1年程度といった見方もある）までに、金利目標を変更する可能性は低いとみられている。この間の政策の微調整の可能性については、金融機関収益や国債市場等での副作用、経済・物価および金融・株式市場の動向等を見極めていく展開となるとみられている。

なお、異次元緩和を和らげる修正については、景気がさらに鈍化する懸念がみられていること、FRBが今後の利上げに慎重になっていることなどから、一段と難しくなっているとの見方が増えている。一方、追加緩和については、景気の下振れリスクが強まっており、物価が思うように上昇しない状況の中でその可能性はあるとの見方もある。ただ、現状では、よほどの金融市場の混乱や景気の失速でもない限り、実施される可能性は少ないとの見方が続いている。こうした背景には、マイナス金利政策などの副作用が強く意識されている中、さらなる緩和は金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下により、政策効果が薄れる可能性があることが指摘されており、現状の金融・経済環境を踏まえると、追加緩和には踏み切りにくい状況にあるとみられている。また、追加緩和の手段が乏しいとみられていることも要因として挙げられている。

以 上



セントラル短資株式会社

総合企画部 企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。

金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 526 号 日本証券業協会加入